

תשואה שלילית או הפסדי הון?

הירידה במחירי האג"ח הממשלתיות בטווחים הארוכים שראינו במהלך אוגוסט, צפויה להימשך גם בחודשים הקרובים. הגורמים ברקע הינם ההערכות לצמצום תוכנית ההרחבה הכמותית (QE3) בארה"ב וכן הגירעון בתקציב הממשלה שמוביל לגיוס חוב בהיקפים גדולים. האג"ח הממשלתיות הקצרות יושפעו בעיקר מהעלייה בציפיות לאינפלציה, הנמצאות כיום ברמה נמוכה. בשורה התחתונה, האטרקטיביות של ההשקעה באג"ח הממשלתיות כיום הינה נמוכה בשל הצפי לירידת מחירים בטווחים הארוכים והריבית השלילית בטווח הקצר.

פלטיון



חברה לייעוץ וניהול תיקי השקעות בע"מ

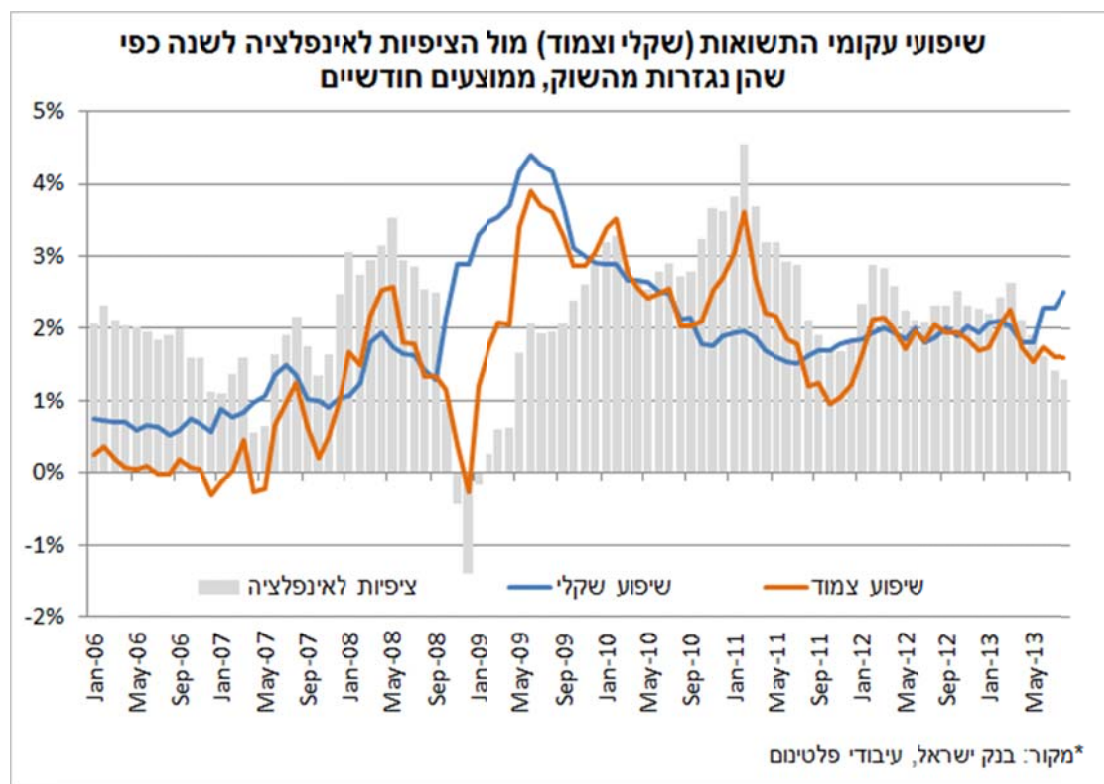
סקירה זו מתארת את ההתפתחויות האחרונות והעדכניות בכלכלה ובשווקים הפיננסיים ומנסה להעריך את ההתפתחויות העתידיות. הסקירה מיועדת ללקוחות "פלטיון" בלבד. אין להפיצה ללא אישור חברת "פלטיון".

עיקרי הסקירה

- ✓ תשואות האג"ח של ממשלת ארה"ב הוסיפו לעלות במהלך אוגוסט, על רקע ההערכות כי הפד יחל בתוכנית היציאה וצמצום ההרחבה הכמותית (QE3) כבר בחודשים הקרובים.
- ✓ התשואות הממשלתיות בישראל ובעולם הגיבו באופן דומה. כתוצאה, חלה עליה בשיפוע עקום התשואות השקלי. שיפוע העקום הצמוד נותר יציב לעומת החודש הקודם, בעיקר בשל הירידה בציפיות לאינפלציה ל-12 חודשים.
- ✓ אנו מעריכים כי העלייה בתשואות הארוכות תימשך על רקע ההתפתחויות בארצות הברית, וכן על רקע מצב הגירעון בישראל ותוכנית הגיוסים של הממשלה אשר צפויה להגדיל את היצע האג"ח הארוכות.
- ✓ אנו ממליצים להימנע מהשקעה בחלקו הארוך של העקום השקלי והצמוד, בגלל הסבירות הגבוהה להמשך העלייה בתשואות.
- ✓ אנו ממליצים להישאר בחלקו הקצר של העקום הצמוד עקב הצפי להתגברות הלחצים האינפלציוניים בהמשך השנה. עם זאת, המלצה זו היא בגדר "הרע במיעוטו" מכיוון שהריבית הריאלית היא עדיין שלילית.

האטרקטיביות הנמוכה של האג"ח הממשלתית

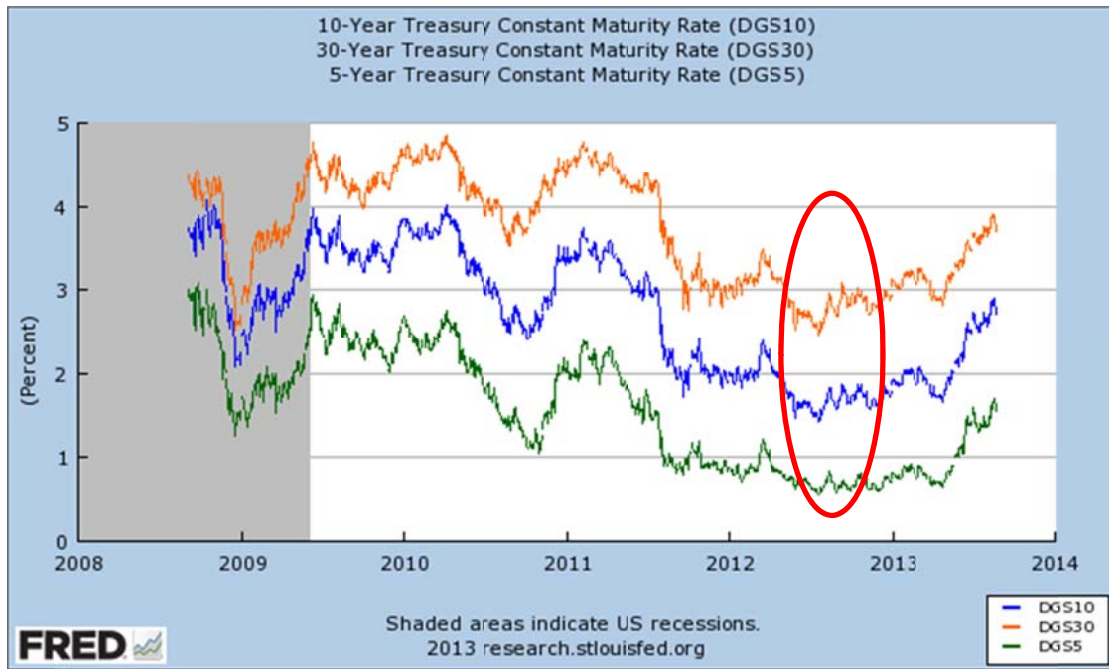
במהלך חודש אוגוסט, ראינו ירידה במחירי האג"ח הממשלתיות בטווחים הארוכים, לצד עלייה בתשואות לפדיון של אג"ח אלו. הדבר מאפיין הן את האג"ח השקלי (הלא צמוד) והן את האג"ח הצמודות למדד. בטווחים הקצרים, הייתה יציבות בתשואות השקליות ועלייה בתשואות הריאליות (הצמודות למדד). כתוצאה מכך, עלה שיפוע העקום השקלי (הפער שבין התשואות הארוכות לקצרות) ואילו שיפוע העקום הצמוד נשאר ללא שינוי כמעט. מדוע כל זה חשוב? מיד נסביר.



שיפוע עקום התשואות הינו ההפרש שבין הריביות הארוכות במשק לבין הריביות הקצרות. שיפוע תלול מייצג את אמונת המשקיעים כי התשואות יעלו בעתיד ועל כן הם נוטים להתרחק מהשקעות לטווח ארוך שהרי עלייה בתשואות משמעה ירידה במחירי האג"ח, דבר שמוביל בסופו של יום להפסדי הון. ככל שעולה שיפוע העקום, כך עולה רמת הסיכון הגלומה בהשקעות ארוכות טווח. אנו סבורים כי העלייה בתלילות העקום השקלי נובעת משני גורמים עיקריים, אשר צפויים להמשיך ולהשפיע על מגמה זו.

1. צמצום תוכנית ההרחבה הכמותית בארה"ב

ראשית, ההתאוששות בכלכלת ארצות הברית, הדרגתית ככל שתהיה, מעוררת מחשבות על צמצום תוכנית ההרחבה הכמותית (QE3) שבמסגרתה רוכש הבנק הפדראלי אג"ח של ממשלת ארצות הברית ואג"ח מגובה משכנתאות בהיקף חודשי של 85 מיליארד \$. מרבית החזאים בשוק צופים כי עד סוף השנה יכריז הפד על הקטנת קצב הרכישות. ההתלבטות בנושא זה, כפי שהיא באה לידי ביטוי בפרוטוקול של הוועדה המוניטרית של הפד, אשר פורסם בחודש יוני, גרמה לעלייה חדה של כ-100 נקודות בסיס בתשואות האג"ח האמריקאי במהלך החודשים יולי-אוגוסט.



על כן, אנו מעריכים כי עליית התשואות בארצות הברית תמשיך להפעיל לחץ על התשואות הארוכות בישראל (השקליות והצמודות) ובכך לתרום להמשך עליית שיפוע העקום.

2. גירעון ותואי גיוס החוב של ממשלת ישראל

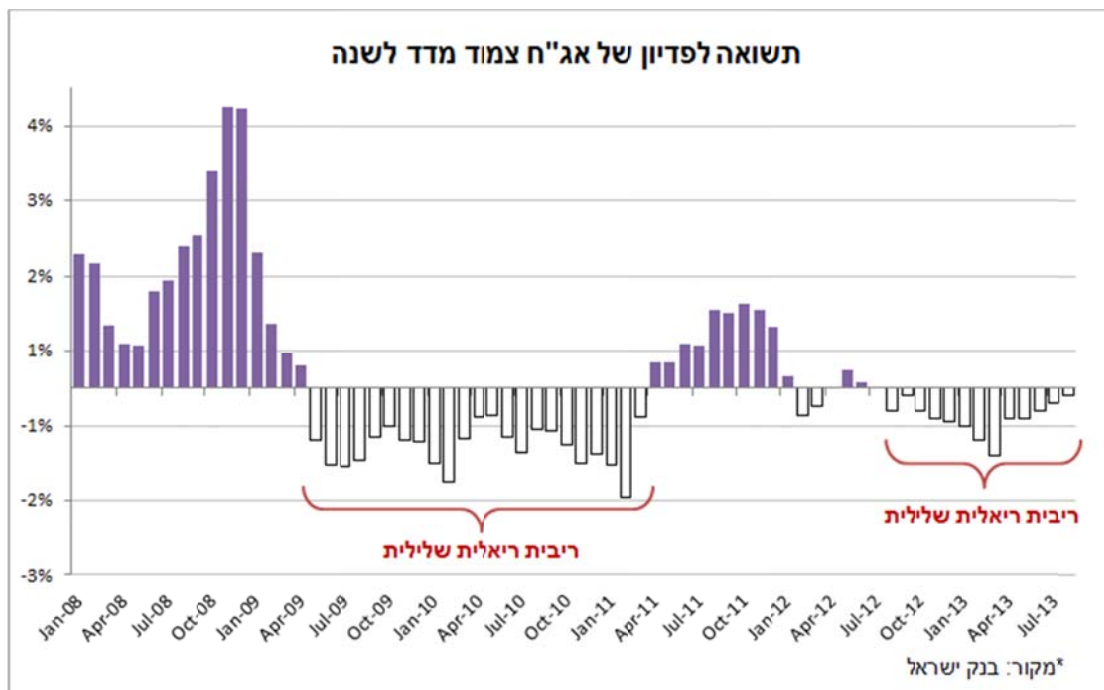
גורם נוסף שיש לקחת בחשבון כאשר מנתחים את התנהגות עקום התשואות הוא צד ההיצע. במהלך 2012 גייסה ממשלת ישראל חוב בהיקף של כ-113 מיליארדי ₪ בהלוואות מקומיות (ברוטו), מרביתו באג"ח סחירות. חשוב לציין כי מדובר בעלייה משמעותית לעומת השנים הקודמות כפי שניתן לראות בתרשים דלהלן. כמו כן, בשל הגירעון התקציבי, היקף הגיוס המתוכנן ל-2013 עומד על פי נתוני האוצר על מספר דומה: כ-113.7 מיליארדי ₪. מתוכם, נכון לחודש יולי, בוצע גיוס מצטבר של כ-66.6 מיליארדי ₪.

מכיוון שהממשלה מנפיקה בעיקר איגרות חוב ארוכות טווח, הגדלת הגיוסים שמשמעותה הגדלת ההיצע של אג"ח ארוכות, צפויה בהתאם להשפיע על חלקו הארוך של עקום התשואות.



ריבית ריאלית שלילית איננה דבר בריא לאורך זמן

למרות העלייה בתשואות, הריבית הריאלית במשק עדיין שלילית. משמעות הדבר היא תשואה שלילית על השקעה חסרת סיכון בטווח הקצר. כך, משקיע המעוניין לקבל תשואה חיובית או לשמור על ערכו הריאלי של הכסף, יאלץ לבחור באפיקי השקעה ארוכים יותר, מה שכרוך בתוספת סיכון. מדוע המצב שנוצר איננו בריא? משום שריבית שלילית מאלצת משקיעים לקחת סיכונים גבוהים מדי. הריבית השלילית הקצרה יוצרת הטייה פסיכולוגית ו"דוחפת" את המשקיעים לעבר חלקו הארוך של העקום, כאשר הם מתעלמים מהפסדי ההון שעלולים להיגרם במקרה של ירידת מחירים.



לדוגמה, ניקח משקיע אשר מעוניין לשמור על ערכו הריאלי של השקעתו מצד אחד ועל נזילות מאידך. נכון להיום, אין למשקיע כזה פתרון אמיתי באפיקים הסולידיים. אם יבחר להשקיע באג"ח ממשלתי שקלי לתקופה של כשנה, הרי שיקבל תשואה נומינאלית של כ-1.2%. על פניו, השקעה של 100 אלף ש"ח באפיק זה, תניב תשואה של 1,200 ש"ח. אולם במונחים ריאליים, אינפלציה שנתית של כ-2%, תשחק את הערך הריאלי הן של הקרן והן של הריבית. לכן, על מנת לשמור על ערכו של הכסף, יהיה על המשקיע לנוע לאורך העקום ולרכוש אג"ח לטווח ארוך יותר. היום הדבר יתאפשר באמצעות רכישת איגרת צמודה עם טווח של כ-4 שנים לפדיון. אך כידוע, תוספת תשואה כרוכה בתוספת סיכון. הגדלת הטווח לפדיון, משמע חשיפה להפסדי הון כתוצאה מירידה אפשרית במחירי האג"ח.

לאור האמור, אנו ממליצים להימנע מהשקעה בחלקו הארוך של העקום השקלי והצמוד, זאת בשל החשש להמשך ירידת המחירים ועליית התשואות. לגבי החלק הקצר, חשוב לומר דבר אחד: כיום הריבית הריאלית במשק הינה שלילית. מה שאומר שהשקעה בטווחים הקצרים שוחקת את כוח הקנייה של הכסף. יתר על כן, השקעה באפיקי השקלי הקצר כרוכה בסיכון אינפלציה משמעותי, שכן הציפיות לאינפלציה הן סביב 1.5% וצפויות לעלות בהמשך. אנו ממליצים להישאר בחלקו הקצר של העקום הצמוד, אם כי המלצה זו היא בגדר "הרע במיעוטו" מכיוון שכיום אין פתרון של ממש למשקיע הסולידי בשוק הממשלתי.

אזהרה: פרסום זה אינו בגדר ייעוץ, אינו מתחשב בנתונים ובצרכים הספציפיים של המשקיע הפוטנציאלי ואינו מהווה הצעה ו/או המלצה לרכישת ניירות ערך מסוג כל שהוא. אין לראות בדוח זה שיווק השקעות או תחליף לשיווק השקעות והתאמה אישיים וספציפיים ללקוח תוך התחשבות בנתוניו, צרכיו המיוחדים והאחרים, מצבו הכספי, נסיבות ומטרות השקעתו המיוחדים של כל אדם. אין להעביר דוח זה לצד ג' כלשהו.

הסקירה מבוססת על נתונים שהיו גלויים לציבור ושפורסמו בכלי התקשורת, בדוחות כספיים, הודעות לבורסות לניירות ערך ובכל דרך אחרת. ההנחות שבסקירה נעשו על בסיס מידע, פרסומים ונתונים אלו. המידע, הפרסומים והנתונים מהמקורות הנ"ל הונחו כנכונים ודוח זה המסתמך עליהם אינו מהווה אימות או אישור לנכונות נתונים אלו. המידע המופיע בסקירה זו מעודכן למועד פרסומו לראשונה ואינו מתיימר להכיל את כל המידע הדרוש למשקיע זה או אחר, וכן אינו מתיימר להוות ניתוח מלא של כל העובדות והפרטים המופיעים בו והדעות האמורות בו עשויות להשתנות ללא מתן הודעה נוספת. המידע בסקירה זו משקף את הבנתנו ביום עריכת דוח זה. מודגש כי אין "פלטיונים" ו/או עובדיה אחראים למהימנות המידע המפורט בסקירה, לשלמותו, לדיוק הנתונים הכלולים בה או להשמטה, שגיאה או ליקוי אחר בסקירה. "פלטיונים" לא תהיה אחראית בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרמו משימוש בסקירה זו, אם יגרמו, ואינה מתחייבת כי שימוש במידע שבסקירה זו עשוי ליצור רווחים בידי המשתמש. ייתכן שבמועד פרסום הסקירה, או במהלך 50 הימים שקדמו למועד הפרסום, "פלטיונים" החזיקה או מחזיקה או עשויה להחזיק בחשבונות המנוהלים על ידה החזקה מהותית בסוג כלשהו של ניירות ערך של חברה מהני"ע המוזכרים בסקירה. הפרסום הוכן על ידי "פלטיונים" ומהווה דעה אישית בה אחז הכותב ברגע הכתיבה בלבד. כל רכישה ו/או מכירה כזו הינה על פי האמור בהתאם להחלטות ושיקולי המשקיע בלבד ביום רכישתו או מכירתו. כל הפועל על סמך מסמך זה עושה זאת על אחריותו בלבד.

סקירה זו הינה רכוש של "פלטיונים" בע"מ, אין להעתיק, לשכפל, לצטט, לפרסם בכל אופן ו/או פעולה, דפוס, צילום, הקלטה, העתקה את הדוח, ו/או כל חלק ממנו ללא קבלת אישור בכתב ומראש. כל הזכויות שמורות לחברת "פלטיונים".